

## 食品饮料

2019年10月28日

# 顺鑫农业 (000860)

## ——2019Q3 点评：利润下滑主因地产和费用确认时点波动，白酒增长趋势不变

**报告原因：有业绩公布需要点评**
**买入 (维持)**
**市场数据：** 2019年10月25日

收盘价(元)	46.5
一年内最高/最低(元)	63.48/29.5
市净率	4.7
息率(分红/股价)	0.32
流通A股市值(百万元)	34492
上证指数/深证成指	2954.93/9660.44

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

**基础数据：** 2019年09月30日

每股净资产(元)	9.83
资产负债率%	64.17
总股本/流通A股(百万)	742/742
流通B股/H股(百万)	-/-

**一年内股价与大盘对比走势：**

**相关研究**

《顺鑫农业(000860)点评：19H1 点评：业绩超预期，牛栏山市占率与净利率稳步提升》2019/08/25

《顺鑫农业(000860)点评：终端调查系列三：普通陈酿动销仍快价格中枢下移，珍品陈酿动销略有放缓》2019/07/29

**证券分析师**

吕昌 A0230516010001  
lvchang@swsresearch.com  
周缘 A0230519090004  
zhouyuan@swsresearch.com

**联系人**

周缘  
(8621)23297818×转  
zhouyuan@swsresearch.com

**投资要点：**

- **事件：**公司发布2019年三季报，2019年前三季度实现营收110.62亿，同比增长20.19%，归母净利润6.65亿，同比增长23.93%。其中，19Q3实现营收26.46亿，同比增长34.25%，归母净利润1666万，同比下滑69.71%，公司业绩增速低于市场预期。
- **投资评级与估值：**公司三季度业绩大幅下滑主因地产预售未结算以及部分费用确认前置，而非白酒发生趋势性变化，无需过分担忧主业，且三季度利润占比和基数很低（16-18年公司单三季度归母净利润占全年比值分别为4%、6%、7%），三季度利润大幅下滑不会对全年产生重大影响，核心看四季度和一季度。白酒收入增长符合预期，牛栏山通过不断全国化带来份额和盈利能力提升的逻辑未变。回顾前三季度，由于房地产业务进度慢于我们年初预期，且猪价超预期上涨致使猪肉板块承压，我们下调盈利预测，预测2019-2021年归母净利润分别为10.95亿、14.47亿、18.77亿（前次为11.98亿、16.5亿、21.44亿），分别同比增长47%、32%、30%，当前股价对应2019-2021年PE分别为31x、24x、18x，维持买入评级。
- **牛栏山增长势头不变，三季度回款加速。**19Q3公司收入增长加速，主因：1、白酒收入增长加速，结合渠道反馈，预计19Q3白酒收入同比增长15%左右，19年三季度母公司预收款环比下降1.75亿，去年同期母公司预收款环比下降5.18亿，考虑预收款变动，19Q3白酒收入增速接近50%，牛栏山收入仍然维持了稳健向好的增长态势，收入增长主要来源于全国化扩张，当前牛栏山区域扩张的重点市场是华东和华南，预计2019年仍然维持较快增长。2020年是公司“四五”计划的收官之年，我们预计今明两年牛栏山将稳扎稳打，在提升质量的基础上有望维持15%以上增速；2、猪价上涨带来肉类收入大幅增长。

**财务数据及盈利预测**

	2018	19Q1-Q3	2019E	2020E	2021E
营业总收入(百万元)	12,074	11,062	13,462	15,375	18,229
同比增长率(%)	2.9	20.2	11.5	14.2	18.6
归母净利润(百万元)	744	665	1,095	1,447	1,877
同比增长率(%)	69.8	23.9	47.2	32.1	29.7
每股收益(元/股)	1.30	0.90	1.48	1.95	2.53
毛利率(%)	40.0	34.9	39.4	40.3	41.5
ROE(%)	9.7	9.1	13.2	14.6	15.3
市盈率	36		31	24	18

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的ROE



申万宏源研究微信服务号

- **地产未结算与费用前置导致 19Q3 整体业绩大幅下滑。**19Q3 公司归母净利润 1666 万，同比下滑 69.71%，低于市场预期，主因：1、由于地产项目未结算，19Q3 地产亏损扩大，预计 19Q3 地产亏损 1.2 亿左右，亏损同比增加了 2000 万左右，环比增加了 7000 万左右，到 19 年三季度末地产预收款 11.55 亿，环比增加 4600 万，当前下坡屯项目仍然在建，公司无新增投资的地产项目，预计未来随着下坡屯项目的竣工，地产收入有望逐步确认，地产亏损也将逐步减少，但地产收入与利润的确认节奏仍然具有不确定性。2、预计 19Q3 白酒业绩同比下滑 30%左右，根据我们的测算，18Q3 白酒净利润 1.5 亿左右，19Q3 白酒净利润 1 亿左右，白酒净利润下滑的主要原因是销售费用大幅增加与中高端产品占比下降带来毛利率下降。19Q3 母公司销售费用 1.54 亿，同比增加了 8500 万，销售费用率 6.32%，同比提升了 2.68 个百分点，母公司销售费用的大幅增加主因：（1）春节提前导致销售费用前置投入（预计销售费用增加 6000-7000 万），结合 2017 与 2018 年销售费用的季度波动来看（2017 年 Q1-Q4 母公司销售费用率分别为 16.56%、15.1%、12.35%、2.58%，2018 年 Q1-Q4 母公司销售费用率分别为 9.06%、15.81%、3.64%、8.75%），Q3 与 Q4 销售费用率波动较大，核心要看全年趋势。（2）预计冬奥会、世界园艺博览会赞助费用增加 3000 万左右，冬奥会赞助费用从 19Q3 开始逐季确认，由于三季度利润占比和基数极低，故产生较大波动。世界园艺博览会赞助费已经在 19Q3 全部确认，冬奥会赞助费整体约 1.4 亿，2019 年预付部分较多，剩余部分将在 2020-2022 年三年确认，对整体业绩影响较小。此外，白酒中高端产品占比略有下降(季节性原因为主)，对整体毛利率有所影响，但牛栏山收入增长的主要空间来自于大众酒的全国化，中高端产品占比不高，整体影响有限。剔除掉销售费用确认时点以及新增赞助费的影响，我们认为白酒合理的业绩增速应在 30%左右。全年来看，我们认为白酒净利率仍然能维持稳定，且白酒收入增长态势稳中向好，单季的变动不改中长期的向好趋势。
- 股价表现的催化剂：非主业加速剥离，白酒增长超预期
- 核心假设风险：地产销售低于预期，光瓶酒市场竞争加剧

## 财务摘要

百万元, 百万股	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入	11,734	12,074	13,462	15,375	18,229
其中: 营业收入	11,734	12,074	13,462	15,375	18,229
减: 营业成本	7,753	7,250	8,159	9,184	10,664
减: 税金及附加	1,293	1,600	1,708	1,992	2,294
主营业务利润	2,688	3,224	3,595	4,199	5,271
减: 销售费用	1,150	1,224	1,091	1,135	1,249
减: 管理费用	790	681	718	861	1,331
减: 研发费用	11	14	16	18	22
减: 财务费用	158	144	142	65	5
经营性利润	580	1,162	1,628	2,120	2,664
减: 资产减值损失	36	41	0	0	0
减: 信用减值损失	0	0	0	0	0
加: 投资收益及其他	95	1	0	0	60
营业利润	638	1,063	1,627	2,119	2,724
加: 营业外净收入	-1	-3	-2	-2	-4
利润总额	637	1,059	1,625	2,117	2,720
减: 所得税	195	331	512	656	825
净利润	442	728	1,113	1,461	1,896
少数股东损益	4	-16	18	13	18
归属于母公司所有者的净利润	438	744	1,095	1,447	1,877
全面摊薄总股本	571	571	742	742	742
每股收益 (元)	0.77	1.30	1.48	1.95	2.53

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

【投资收益及其他】包括投资收益、其他收益、净敞口套期收益、公允价值变动收益、资产处置收益等

【营业外净收入】营业外收入减营业外支出

## 信息披露

### 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

### 与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 [compliance@swsresearch.com](mailto:compliance@swsresearch.com) 索取有关披露资料或登录 [www.swsresearch.com](http://www.swsresearch.com) 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

### 机构销售团队联系人

华东	陈陶	021-23297221	13816876958	chentao1@swhysc.com
华北	李丹	010-66500631	13681212498	lidan4@swhysc.com
华南	谢文霓	021-23297211	18930809211	xiewenni@swhysc.com
海外	胡馨文	021-23297753	18321619247	huxinwen@swhysc.com

### 股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深300指数

## 法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及(若有必要)咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。